

Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC),
valeur et prix : deux notes

- I. Dette et création de valeur dans les sociétés foncières
- II. La cession à une SIIC : un cas de distorsion fiscale

Laurent BATSCH

I. Dette et création de valeur dans les sociétés foncières

Résumé

On représente ici une société foncière dont tous les actifs sont loués dans les conditions de sécurité maximale et financés par une dette à coût fixe.

Dans cette situation, le recours à la dette est en lui-même créateur de valeur. Cette création de valeur n'est pas imputable à un éventuel changement de structure financière, mais plus simplement au fait qu'elle permet de mobiliser des actifs supplémentaires sans affecter le risque de l'actionnaire.

Il devient alors intéressant d'analyser les sources de la création de valeur. On s'attache à décomposer le goodwill de la société, afin de faire la part du goodwill imputable à la mobilisation de la dette elle-même et la part relevant de l'exploitation de l'actif lui-même.

Abstract

In this paper, we deal with a REIT in which all assets are rent with very secure conditions and financed by a fixed rate debt. In this case, the debt is in itself a source of value. This value is not generated by a change of the leverage ratio, but by the financing of additional assets. We investigate about the consequences of such a case on the goodwill. The issue is to distinguish between the part of the goodwill relevant to the debt itself and the part relevant to the operating skills of the management.

1. Introduction

La théorie financière de la valeur est fondée sur une hiérarchie des risques et des coûts des différents capitaux engagés dans l'entreprise : le capital-actions a un coût supérieur à celui du capital-actif lui-même supérieur au coût du capital-dette. La théorie établit une relation fondamentale entre ces trois coûts, qui est au fondement du théorème de Miller-Modigliani.

La situation de certaines sociétés foncières invite à envisager un cas dérogatoire à la théorie, non pas parce qu'il infirmerait les résultats de celle-ci, mais parce qu'il échappe à l'une de ses hypothèses basiques. En effet, certains actifs immobiliers présentent le cas d'un investissement à risque économique tendanciellement nul. Dès lors, le calcul de coûts du capital sur la base de primes de risque est évidemment remis en cause. C'est un cas-limite, mais assez réaliste.

Supposons qu'un immeuble soit loué selon un bail à 9 ans ferme, contracté auprès d'une entreprise offrant une signature de grande qualité et selon un contrat de bail sécurisant les loyers. Cet actif offre au bailleur sur un horizon long des cash-flows récurrents avec un niveau de certitude très élevé. De plus, si cet actif est financé par une dette à taux fixe ou à taux variable couverte, alors le risque de levier devient négligeable en dépit du niveau maximum de l'endettement. La prime de risque de levier peut être considérée comme nulle. Et le coût du capital quel qu'il soit (actif ou actions) est assimilable au coût de la dette. Dès lors le recours à la dette devient intrinsèquement créateur de valeur parce que la dette finance un actif à rentabilité supérieure à son coût.

2. Le coût du capital

Hypothèses

On envisage le cas d'une société foncière dont tous les actifs sont loués dans les conditions de sécurité évoquées et financés par une dette financière à taux fixé d'avance. La dette est constante en valeur (on paye les intérêts mais on ne rembourse pas de capital). Le parc immobilier est également conservé en valeur constante. On suppose en outre (mais c'est ici un aspect secondaire) qu'elle n'est pas soumise à l'impôt, en vertu du statut de Société d'investissement immobilier cotée (SIIC). Enfin, on simplifie les formules et les calculs en retenant l'hypothèse d'une rente perpétuelle de cash-flows.

Appellations

Coût des actions = c

Coût de la dette = i

Coût moyen pondéré du capital (cmpr) = w

(rappelons que c , i et w sont des coûts du capital et non des taux de performance)

Valeur de l'entreprise = V

Valeur des actions = E

Valeur de la dette financière = D

Par définition : $V = E + D$

(soulignons que V , E et D sont des valeurs de marché)

On a aussi par définition :

$$w = c * \frac{E}{V} + i * \frac{D}{V} \quad (1)$$

Dès lors que les cash-flows économiques sont garantis et s'établissent à un niveau supérieur au coût de la dette, et si ce dernier coût est fixé, le risque de levier est négligeable et la prime de risque de levier est nulle.

De sorte que :

$$c = w \quad (2)$$

En intégrant (2) à (1), il vient : $w = w * \frac{E}{V} + i * \frac{D}{V}$

D'où on déduit :

$$w = i \quad (3)$$

En résumé, sur la base de (2) et (3), on retiendra :

$$c = w = i \quad (4)$$

Dans ces conditions, le taux d'actualisation de l'actif et du capital-actions est le taux de la dette. Ce calcul traduit le fait que la foncière réduit le risque de l'actif immobilier à celui d'une obligation. Or, la transformation du risque d'un actif risqué en un actif à risque limité est créatrice de valeur. Cette transformation procède du pouvoir de négociation du bailleur 1) vis à vis du preneur, i-e à sa capacité à capter sur les loyers une partie de la création de valeur du preneur, 2) vis-à-vis des créanciers financiers, banquiers et des obligataires, en mobilisant de la dette à un taux très élevé.

Ainsi, le choix de l'endettement est créateur de valeur non parce qu'il se substitue aux fonds propres à l'intérieur d'un volume de ressources financières constantes, mais parce qu'il permet de mobiliser des actifs immobiliers supplémentaires qui sont la seule source de valeur. L'hypothèse de cette création de valeur ne contredit donc pas la théorie financière selon laquelle la valeur se crée dans l'exploitation fondamentale d'un actif et non dans la structuration de son financement.

3. La contribution de la dette à la survaleur

Hypothèses et appellations

On suppose que la foncière conserve son patrimoine immobilier de sorte qu'on n'a pas à considérer ici le traitement des plus-values éventuelles.

Si le parc immobilier est acquis au prix P et qu'il dégage un free cash-flow FCF correspondant à un taux de rentabilité TR , alors :

$$FCF = P * TR \quad (5)$$

Par ailleurs la valeur de la foncière étant la capitalisation du free cash-flow au coût du capital, on déduit :

$$V = \frac{FCF}{i} \quad (6)$$

Par définition, la survaleur (goodwill) s'écrit : $GW = V - P$, et d'après (6) on déduit :

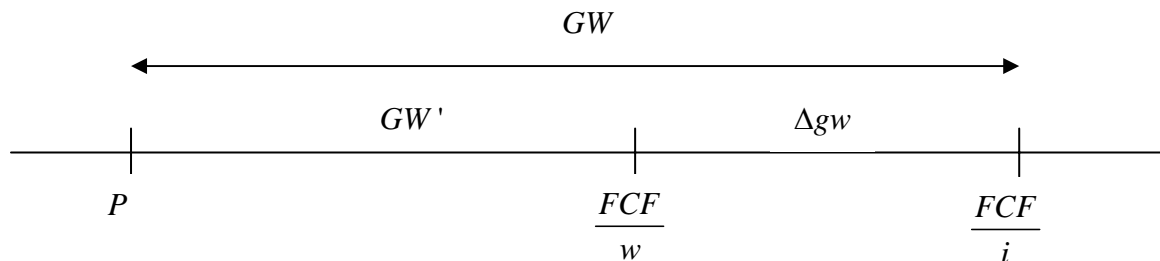
$$GW = \frac{FCF}{i} - P \quad (7)$$

Et en remplaçant FCF d'après (5) dans la relation (7), il vient :

$$GW = P * \left(\frac{TR}{i} - 1 \right) \quad (8)$$

Les composantes de la survaleur

On peut estimer la contribution spécifique de la dette à la survaleur d'une foncière en comparant cette survaleur à celle d'une entreprise ordinaire. En effet, pour toute entreprise qui ne profiterait pas des hypothèses favorables des foncières envisagées ici, il viendrait $i < w < TR$ et sa survaleur GW' serait inférieure à GW :



Cette survaleur GW' s'écrit :

$$GW' = P * \left(\frac{TR}{w} - 1 \right) \quad (9)$$

Et :

$$GW = GW' + \Delta gw \quad (10)$$

La contribution de la dette à la survaleur tient donc à la différence $\Delta gw = GW - GW'$. D'où :

$$\Delta gw = P * TR * \left(\frac{1}{i} - \frac{1}{w} \right) \quad (11)$$

Cet écart s'écrit aussi de manière équivalente :

$$\Delta gw = V * \left(\frac{w - i}{w} \right) \quad (12)$$

Si l'on exprime les deux composantes de la survaleur globale en proportion de celle-ci, on obtient :

$$\frac{GW'}{GW} = \frac{\frac{TR}{w} - 1}{\frac{TR}{i} - 1} \quad (13)$$

$$\frac{\Delta gw}{GW} = \frac{1 - \frac{i}{w}}{1 - \frac{i}{TR}} \quad (14)$$

4. Exemple numérique

La représentation graphique ci-après est fondée sur un exemple numérique avec les données suivantes :

TR varie de 6,5% à 10%

$P = 100$

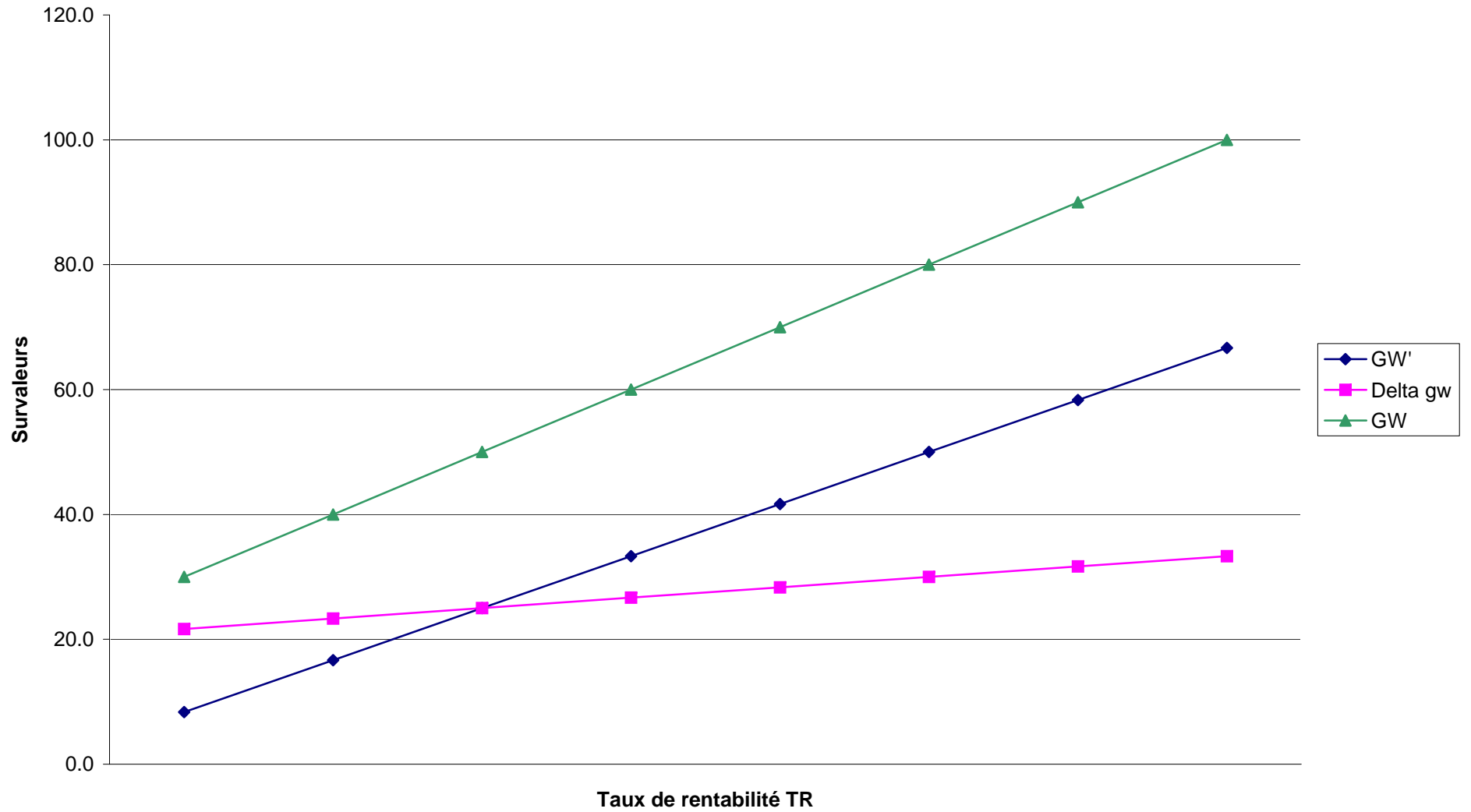
$i = 5\%$

$w = 6\%$

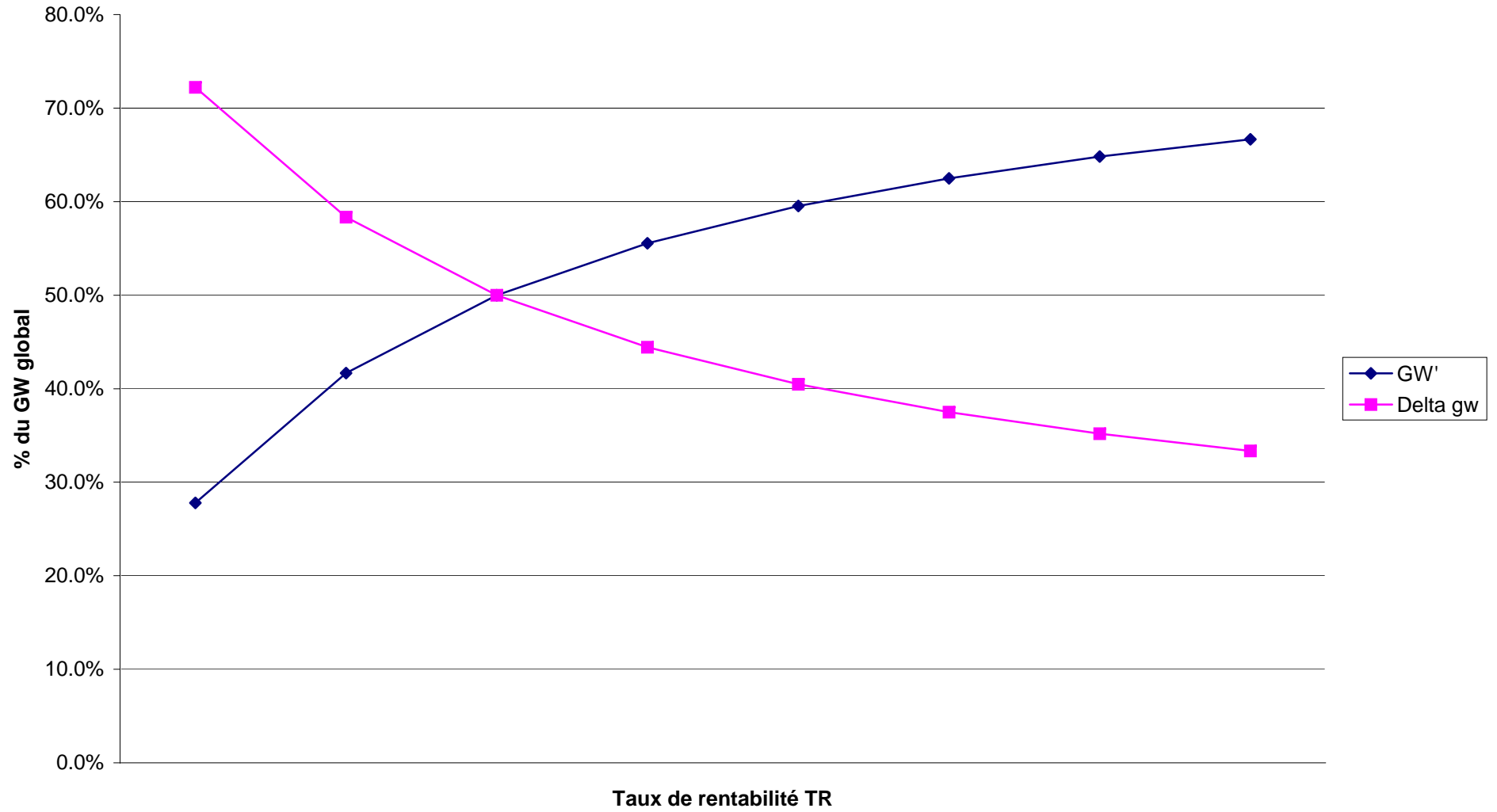
TR	GW'	Δgw	GW
6,50%	8,3	21,7	30,0
7,00%	16,7	23,3	40,0
7,50%	25,0	25,0	50,0
8,00%	33,3	26,7	60,0
8,50%	41,7	28,3	70,0
9,00%	50,0	30,0	80,0
9,50%	58,3	31,7	90,0
10,00%	66,7	33,3	100,0

TR	GW' / GW	$\Delta gw / GW$	GW
6,50%	27,8%	72,2%	100,0%
7,00%	41,7%	58,3%	100,0%
7,50%	50,0%	50,0%	100,0%
8,00%	55,6%	44,4%	100,0%
8,50%	59,5%	40,5%	100,0%
9,00%	62,5%	37,5%	100,0%
9,50%	64,8%	35,2%	100,0%
10,00%	66,7%	33,3%	100,0%

LES DEUX COMPOSANTES DE LA SURVALEUR



CONTRIBUTION EN % DE LA DETTE A LA SURVALEUR



5. Conclusion

Toutes les composantes de la survaleur, y compris la contribution spécifique de la dette, augmentent en même temps que le taux de rentabilité de l'actif immobilier.

Toutefois, en proportion, la part imputable à la dette évolue inversement à l'évolution du taux de rentabilité. Plus l'écart entre ce taux et le coût de la dette est faible, plus l'impact de l'endettement sur la création de valeur est important et plus les investisseurs sont redevables de l'endettement. Au contraire, plus le différentiel est grand, plus la survaleur reflète les effets de la bonne gestion de l'actif, indépendamment de la ressource financière mobilisée : il s'agit du goodwill au sens classique.

Les hypothèses retenues ici conduisent donc à établir deux résultats divergents de la théorie financière. En premier lieu, la mobilisation de la dette est créatrice de valeur, car la foncière capte la rente immobilière sans prendre un risque supérieur à celui de la banque : cette spécificité explique que les foncières ne répondent pas aux hypothèses fondamentales de la théorie financière de la valeur et échappent en particulier à la logique découlant des travaux de Miller et Modigliani.

En second lieu, en proportion de la survaleur globale, l'endettement est d'autant plus créateur de valeur que le rendement de l'actif immobilier est plus faible. La contribution de la dette en proportion diminue proportionnellement quand le rendement augmente. La survaleur de la dette est d'autant plus importante que le rendement est plus faible. Là encore en contradiction avec les conclusions de la théorie financière moderne, l'investisseur a d'autant plus intérêt à mobiliser la dette (sous les hypothèses retenues) que le différentiel entre le rendement économique et le coût de la dette est plus faible.

Dans ces conditions, la mobilisation du levier devient partie intégrante du modèle d'activité de la foncière, et le levier d'endettement a un effet d'autant plus favorable que le rendement de l'actif immobilier est plus faible. Mais le modèle fondé sur le financement par dette sécurisée d'actifs immobiliers aux rendements également sécurisés concerne en général des actifs à haut rendement : ceux-ci apportent une survaleur principalement en raison de leur qualité d'exploitation. Telle est la grande limite du caractère opérationnel de notre conclusion.

Cependant, on peut imaginer le cas d'une foncière parvenant à financer par dette des actifs à rendement faible mais sécurisé. Cette société pourrait prolonger sa stratégie financière d'amorçage par une politique de redressement du rendement qui viendrait relayer l'impact de la dette et s'ajouter à celui-ci. Une telle stratégie opportuniste gagnerait sur les deux tableaux, financier et opérationnel.

Si la modélisation présentée ici éclaire une partie du mécanisme vertueux des foncières ayant la capacité de sécuriser leurs loyers, elle souffre de son hypothèse restrictive : un investissement immobilier, même porteur des cash-flows sécurisés, présente un risque en capital supérieur à celui d'une obligation ; la valeur résiduelle de l'immeuble reste plus aléatoire que celle de l'obligation.

II. La cession à une SIIC : un cas de distorsion fiscale

La vente par une entreprise de son patrimoine immobilier à une foncière de statut SIIC (« Société d'investissement immobilier coté ») permet à la cédante de n'être imposée qu'à 16,5% sur les plus-values de cession, au lieu du taux commun de 33%. Cette disposition fiscale (dite « SIIC 2 » et « SIIC 3 ») peut avoir trois effets notables :

- inciter les entreprises à céder leur parc, afin de réaliser leur valeur en minimisant la charge fiscale de l'opération ;
- inciter les investisseurs à multiplier les SIIC pour capter les parcs immobiliers d'entreprise ;
- inciter les fonds d'investissements existants à basculer sur le statut SIIC, pour n'être pas pénalisés dans la concurrence pour le rachat des actifs.

On montre ici que l'économie fiscale sur la plus-value, en cas de cession à une SIIC, peut être partagée entre le cédant et la SIIC. Dans l'hypothèse où une entreprise cédante ferait face à deux acquéreurs, l'un n'ayant pas le statut SIIC, l'autre en bénéficiant, ce dernier serait en mesure d'emporter l'affaire tout en payant un prix plus bas. Le vendeur peut accepter un prix inférieur de la part de la SIIC, dans la mesure où cet écart négatif est plus que compensé par l'économie fiscale qu'il réalise. Le cédant et la SIIC peuvent donc jouer un jeu gagnant-gagnant, tout en évinçant le candidat « non-SIIC ». Mais le jeu cesse d'être gagnant pour la SIIC si le vendeur la met en concurrence avec une ou plusieurs autres SIIC : dans ce cas, il est en mesure de capter à son seul profit la totalité de l'économie fiscale sur plus-value.

1. Hypothèses et annotations

PVB_i est la plus-value brute (avant impôt) sur la cession,

$$PVB_i = PC_i - VNC$$

avec :

PC_i = prix de cession de l'immeuble

VNC = valeur nette comptable de l'immeuble

L'indice i désigne la société acquéreuse : si $i=1$, l'acquéreur n'est pas une SIIC et la plus-value est imposée au taux commun le plus élevé, si $i=2$, l'acquéreur est une SIIC et la plus-value est imposée au taux réduit. Il vient donc :

$$PVB_1 = PC_1 - VNC \text{ si l'acquéreur n'est pas SIIC} \quad (1)$$

$$PVB_2 = PC_2 - VNC \text{ si l'acquéreur est SIIC} \quad (2)$$

On suppose que le prix de cession PC_1 offert par l'investisseur non SIIC est le prix d'équilibre.

PVN_i est la plus nette (après impôt) sur la cession. On a donc, en raison des taux d'imposition différents :

$$PVN_1 = (PC_1 - VNC) \times 0,67 \quad (3)$$

$$PVN_2 = (PC_2 - VNC) \times 0,825 \quad (4)$$

2. L'intervalle de prix acceptable

Le cédant peut accepter un prix de cession plus bas en cas de cession à une SIIC, tant que l'économie fiscale réalisée en optant pour la vente à une SIIC, est supérieure à la baisse du prix de vente.

Ainsi, en admettant que PC_2 puisse être inférieur à PC_1 , on cherche le seuil minimum acceptable pour PC_2 . On pose donc la condition suivante :

$$PVN_2 > PVN_1$$

$$\Leftrightarrow (PC_2 - VNC) \times 0,825 > (PC_1 - VNC) \times 0,67$$

$$\Leftrightarrow 0,825PC_2 > 0,67PC_1 + 0,155VNC$$

Finalemment :

$$PC_2 > 0,81PC_1 + 0,19VNC \quad (5)$$

Or, par définition : $0 < VNC < PC_1$. On en déduit l'intervalle de variation suivant :

$$0,81PC_1 < PC_2 < PC_1 \quad (6)$$

La marge de négociation peut donc aller jusqu'à 19% du prix de marché dans l'hypothèse d'une VNC nulle (immeuble totalement amorti).

3. Exemple

Un immeuble est totalement amorti de sorte que sa valeur nette est nulle et que la plus-value est égale à la totalité du prix de cession. Il est négociable à 4,2 M€ sur la base d'une valeur de marché. Un Fonds d'investissement non SIIC fait une offre à ce prix. Une SIIC fait une contre-offre à 3,7 M€ et elle emporte le marché bien que son prix soit nettement inférieur. L'explication tient dans le calcul suivant.

En vendant au Fonds, le cédant supporterait une imposition de 33% sur la plus-value, égale ici à la totalité du prix de cession : la plus-value nette serait donc de 67% de 4,2 M€ soit 2,8 M€

En vendant à la SIIC, la plus-value ne sera plus imposée qu'à 16,5%. De sorte que même en acceptant de descendre son prix à 3,7M€, la plus-value nette du vendeur sera de 83,5% de 3,7 M€ soit 3,09M€

En résumé :

- vente au Fonds : prix de cession de 4,2M€ et gain net de 2,8M€
- vente à la SIIC : prix de cession de 3,7M€ et gain net de 3,09M€

La solution offerte par la SIIC rapporte 0,5 M€ à la SIIC (4,2 - 3,7), qui paie l'immeuble moins cher que le prix de marché. Et elle rapporte 0,3 M€ au cédant (3,09-2,8) qui récupère en impôt plus que ce qu'il perd sur le prix de vente.

L'acquéreur et le vendeur se sont partagés les économies fiscales.

Cependant, en mettant plusieurs SIIC en concurrence, le cédant peut tirer le prix au niveau du marché et cumuler un double avantage sur la plus-value (4,2M€) et sur la fiscalité (16,5%), de sorte que son gain net atteigne 3,5M€

En résumé, la fiscalité des plus-values est de nature à modifier la fixation du prix d'équilibre, dans la mesure où les écarts de taux créent une source d'économie fiscale assez large pour être partagée entre l'acquéreur et le vendeur. Mais la concurrence des intervenants offrant le même avantage fiscal devrait ramener les prix négociés au niveau des « prix d'équilibre ».